HERVÉ JUVIN

Les marchés financiers

Voyage au cœur de la finance mondiale

© Éditions d'Organisation, 2004
ISBN : 2-7081-3032-3

Éditions
d'Organisation

Introduction

Depuis vingt ans, les marchés financiers sont l'objet de toutes les attentions et de toutes les polémiques. Depuis quelques années, ils suscitent toutes les inquiétudes, voire toutes les préventions. Il est vrai qu'ils ont pris une place inattendue, sans précédent, et sans beaucoup d'équivalents, dans l'économie mondiale et dans la marche des sociétés développées. Il est vrai aussi qu'ils ont déclenché tous les intérêts, avec une violence naguère réservée aux passions politiques ou religieuses.

Le 21e siècle s'est ouvert sur une perspective d'interdépendance des économies et d'intégration mondiale, de paix durable, de consensus sur les valeurs démocratiques. Cette perspective optimiste semblait installer les marchés financiers en surplomb de toute activité humaine — seuls l'avènement de la monarchie absolue, la montée des nationalismes, la révolution industrielle pourraient être comparés à ce phénomène global, en passe de devenir un fait social total, selon la définition de Marcel Mauss. Aucune part de nos vies, ou des relations humaines, n'est plus à l'écart des marchés.

Le phénomène est d'autant plus notable qu'il était inattendu. En moins de vingt ans de croissance et de paix, des années 1980 à la bulle Internet de la fin des années 1990, les marchés financiers ont inventé une langue mondiale, celle des prix. Ils ont tissé des réseaux qui réduisent la distance à l'instant, ils ont donné de nouveaux repères à l'universel. Ils ont transformé le temps et l'espace, au point d'apparaître comme l'ingrédient magique de l'unification du monde. Depuis Paul Valéry, nous savions le monde fini, mais les marchés financiers l'ont rendu petit, voire infiniment petit, et étroit. Ils l'ont réduit à des prix, des taux, des quantités — à un capital. Depuis toujours, nous savons que le temps n'est pas donné à l'homme ; grâce aux options négociables, les marchés financiers prétendent lui donner, sinon le temps, du moins le prix du temps. Promesse de mieux-être, ou démesure qui se paiera ?

Plus qu'un mouvement général d'intégration, dont la consistance est d'ailleurs discutable, c'est bien cette réduction du monde à ses éléments les plus directement quantifiables, à ses seuls dénominateurs universels,

© Éditions d'Organisation

que semble entraîner l'extension indéfinie du domaine du marché et de son expression la plus aboutie : les marchés financiers. Le monde réduit au contrat, aux comptes, au commerce et aux marchands ; le monde réduit à son prix, ou au cours du jour. Tout se passe comme si ce qui ne se comptait pas ne comptait pas, et tout se passe comme si le monde se réduisait à ce que les marchés financiers savent coter, échanger, apprécier. Une part croissante des revenus et des patrimoines, partout dans le monde, dépend désormais des évolutions de ces marchés qui déterminent les taux d'intérêt, donc la valeur du capital, le pouvoir d'achat des monnaies, en définitive l'ensemble des prix des actifs et des revenus des acteurs économiques. Ce qui est vrai pour les Français depuis les années 1980, ce qui devient vrai pour les Allemands comme pour les habitants des anciens pays de l'Est, ce qui provoque la fièvre endémique de l'Asie et de la Chine, était déjà réalité pour les Nord-Américains et les Britanniques. Ce qui est vrai désormais pour l'ensemble des habitants des pays développés, qui le savent et apprennent progressivement à gérer une situation à bien des égards nouvelle pour eux, est aussi vrai pour un nombre croissant d'habitants des pays en voie de développement. Beaucoup sont peu préparés à affronter et à gérer une situation imprévue, quand elle n'est pas incompréhensible, vécue comme une nouvelle colonisation, voire un complot hostile.

La crise majeure vécue par les sociétés occidentales depuis 1999, marquée par l'explosion de la bulle financière, aggravée par une crise de confiance dans les règles comptables et amplifiée par le retour de la guerre dans les relations internationales, a transformé ce panorama. L'ouverture des frontières apparaît pour ce qu'elle est : la porte ouverte à des conflits graves au sein même de territoires naguère protégés par ces frontières. La globalisation économique, en l'absence de gouvernance mondiale, est aussi apparue pour ce qu'elle est : la capacité ouverte aux sociétés privées, sous des masques divers, de faire ailleurs ce qu'elles ne peuvent plus ou ne veulent plus faire chez elles, une forme inédite d'anomie analogue à celle de la colonisation. Et les marchés financiers eux-mêmes sont apparus, à tort ou à raison, comme une idéologie répondant à certains des caractères les plus destructeurs de l'*Homo economicus,* que les sociétés vivant en économie capitaliste voulaient avoir conjurés — le *greed,* la convoitise sans limites, la démesure, l'égoïsme rapace présenté comme morale économique.

© Éditions d'Organisation

INTRODUCTION

Une question s'impose aujourd'hui : vivons-nous la fin des marchés financiers comme fait social total, c'est-à-dire explicatif des choix publics, des arbitrages collectifs, des projets privés ?

Toute prise de distance implique de reconnaître un mouvement de longue durée qui installe les marchés financiers en principe d'organisation, de transformation et de contrôle de nos sociétés, mouvement durable, mouvement contraire à ce que suggère l'émotion publique devant les errements temporaires des prix de marché, mouvement qui trouve des corrections sensibles depuis la crise de 1999-2002.

En moins de vingt ans, les marchés financiers sont passés d'un statut quasi confidentiel et d'une pratique réservée à de rares initiés au rang exposé de creuset de l'économie, et aussi du social. À travers les références de prix qu'ils produisent, les échanges de droits financiers déterminent la valeur des actifs. Des actifs financiers d'abord, ensuite des actifs réels, de l'immobilier aux objets d'art, des actifs immatériels enfin, depuis les brevets et les licences à la formation et aux compétences. En intégrant les intérêts des différentes parties prenantes à l'entreprise, en donnant son prix à chaque risque, ils contribuent à fixer le pouvoir d'achat et le sentiment de richesse de chacun : revenus des droits financiers, intérêts ou dividendes, mais aussi salaires, pensions et rentes en dépendent — le retraité des grandes sociétés occidentales est certainement devenu le premier intéressé en nombre et aussi en volume à la bonne tenue des marchés de valeurs mobilières, et l'actionnaire est l'invité permanent des débats sur les revenus salariaux. Combien de décisions politiques, combien d'arbitrages publics sont rendus dans les démocraties, avec pour souci essentiel ce leitmotiv moins frappant par sa nouveauté que par son caractère impérieux : comment vont réagir les marchés ?

Les marchés financiers sont devenus le moteur d'un système englobant qui détermine le niveau de vie des particuliers et leur pouvoir d'achat, le développement des entreprises, la croissance des économies, voire les politiques publiques et leurs moyens d'action ; ils le demeurent après la crise, même si leur légitimité est en question. Là où étaient les institutions, la loi, le jeu social, il semble qu'il n'y ait plus, avant comme après, que cette réalité anonyme, multiforme et complexe : les marchés financiers. Là où le jeu des syndicats de salariés, des associations patronales, des administrations économiques semblait bien établi, et déterminait le partage entre les salaires, l'investissement et la rémunération du capital,

© Éditions d'Organisation

le niveau des retraites et de l'indemnisation du chômage, les marchés financiers semblent commander les arbitrages publics comme les choix privés avec une autorité inédite. Et là où l'État était solidement installé en surplomb de tous les autres acteurs, il semble que les marchés financiers occupent, pour longtemps, la place.

Cette situation exceptionnelle d'une prise de contrôle du politique et du social par le système de l'économie lui vaut et lui vaudra excès d'honneur comme d'indignité, car elle attire et, d'une certaine manière, justifie la polémique. Il ne s'agit plus d'économie, mais de puissance quand il s'agit de marchés financiers. Et il ne s'agit plus de finance, mais de transformation sociale et politique de grande ampleur, quand les règles des marchés financiers s'imposent aux États et aux nations, et quand l'objectif, présenté comme suprême, d'intégration au marché mondial interdit à des cultures, à des ensembles régionaux ou supranationaux de se constituer, de s'affirmer ou de se préserver, toute spécificité opposée au marché devenant ennemie, étant dénoncée illégitime et combattue en tant que telle.

Devenues idéologie, désignant la dernière utopie occidentale, malgré ou bien à cause de la puissance qui les sert ou qui s'en sert, les forces des marchés appellent des forces antagonistes. Leurs excès les suscitent. Et l'intuition persiste… Tant de choses suggèrent que le monde du contrat est asphyxiant s'il est unique, que le monde du don demeure vital. Tant de choses disent que le tout économique est mortel, et que la quête impossible d'un monde uni par les mêmes règles et le même bien, *made in America,* est grosse de toutes les guerres mondiales et de l'inconcevable ! Et tant de choses crient que cette obsession économique qui a dominé l'Occident nous apparaîtra bientôt aussi invraisemblable que les intégrismes religieux, les idéologies politiques ou les passions nationales peuvent nous apparaître aujourd'hui !

Quoi d'étonnant dans la désillusion, et dans le vertige qui saisit l'Occident au lendemain d'une crise financière qui semble parmi les plus sévères qu'il ait traversées depuis celle de 1929 ?

La généralisation du modèle des marchés financiers a promis la croissance, l'abondance, la prospérité pour tous, en assurant la meilleure affectation de l'épargne à l'investissement ; la marée devait porter tous les bateaux. Après l'exceptionnel bond en avant des économies de 1997 à

© Éditions d'Organisation

2000, l'état du monde en 2004 justifie-t-il cette croyance, ou cette espérance ? Les justifiera-t-il davantage en 2005, ou en 2010 ?

Le marché financier devait être un outil de financement au meilleur prix ; il est désormais considéré comme le grand normalisateur des politiques économiques et le maître de la globalisation. Mais n'y a-t-il pas en réalité des marchés financiers, aussi divers que les systèmes de financement et les cultures qui les ont développés ? Et, derrière l'espoir que libéralisation des économies et démocratisation de la vie publique marchent de pair, ne faut-il pas constater que certains pays, en Asie notamment, développent avec succès une forme inédite de totalitarisme de marché ?

Les marchés financiers sont l'un des facteurs explicatifs directs de la chute des idéologies socialistes et des économies dirigées ; mais n'est-ce pas une idéologie qui se substitue à une autre ? Et les crises traversées à plusieurs reprises par les économies de marché depuis une déréglementation à laquelle les systèmes de contrôle et de régulation n'étaient pas plus préparés que les acteurs de l'économie, n'annoncent-elles pas à terme la chute des idéologies de marché ?

Les marchés financiers se présentent sous le manteau de l'innocence, habillés des couleurs neutres du principe de réalité et de l'efficacité technique ; mais ne sont-ils pas en train de substituer le mythe de marchés parfaits à la réalité des conditions matérielles du travail, de l'emploi et du commerce, et aux facteurs réels de leur amélioration ?

La financiarisation des relations économiques et sociales est présentée comme un progrès vers la vérité des relations entre acteurs économiques et sociaux, à travers la concurrence d'une part, l'unification d'un système de prix de l'autre. Elle aurait dû assurer la transparence et l'équité entre tous ses acteurs ; n'est-ce pas une américanisation qu'elle dessine, et une nouvelle colonisation, sous les couleurs de l'inévitable ?

Les marchés financiers accompagnent une évolution de la gouvernance dans les démocraties occidentales. Ne sont-ils pas en train de créer de nouvelles dépendances, de nouveaux pouvoirs et de nouvelles contraintes, moins visibles et moins apparents parce que plus anonymes et plus dématérialisés que les institutions et les autorités traditionnelles, plus implacables et plus inhumains aussi ?

Le malheur veut que la polémique comme l'appât du gain ne soient pas amis du savoir. Dès qu'il s'agit de marchés financiers, il s'agit soit de jugements de valeur — ami ou ennemi ? —, soit de mode d'emploi —

© Éditions d'Organisation

comment gagner 30 % par an sans risques en observant les astres ? La simple lecture des titres ou des prières d'insérer des ouvrages consacrés aux marchés financiers en une année suffit à convaincre à ce sujet. Les intentions ou les appétits, et parfois les uns et les autres, laissent peu de place à la description et à la compréhension.

Cet ouvrage a pour objet de remédier à ce défaut grave qu'a cru constater l'auteur : décrire et observer pour analyser et pour comprendre. Il entend ainsi répondre d'abord à cette question trop souvent omise, oubliée ou dissimulée : comment ? Comment fonctionne cette industrie financière devenue en peu d'années la première activité de bien des métropoles, voire de régions tout entières, au point de figurer comme secteur clé dans nombre d'économies développées ? Comment et pourquoi les marchés financiers en sont-ils venus à représenter un principe d'organisation du monde, comparable à ce que naguère prétendaient réaliser les idéologies totalisantes ? Comment fonctionnent ces marchés financiers dont beaucoup s'accordent pour considérer que, d'une manière ou d'une autre, « ils mènent le monde » ? Que représentent-ils en termes de capitaux, en termes d'acteurs, en termes de moyens qui y sont consacrés ? Dans quelle mesure est-il juste de parler de « la loi des marchés », comme si les marchés financiers contenaient en eux-mêmes un principe de régulation qui surplombait tous les autres ?

Ce livre s'attache ensuite à éclairer les raisons historiques, sociales et politiques pour lesquelles le champ de développement des marchés financiers a été aussi ouvert : pourquoi, dans un contexte marqué par la sortie des économies de guerre dans l'ensemble des pays développés, les marchés constituent un principe de réalité essentiel — et parfois le seul — à l'œuvre dans des sociétés empreintes de l'illusion du « tout est permis » et tentées par l'illusion semblable du « tout est gratuit ».

Dans ce but, il s'applique à étudier les comportements des acteurs de la planète financière, leurs logiques et leurs intérêts. Acteurs, pas seulement institutions. L'expérience des premières années du 19e siècle suggère en effet qu'il y aura plus d'invités à la table des marchés, à leur régulation et à leur organisation, que les professionnels et les institutionnels ne le savent, ne le veulent ou ne l'acceptent.

Dans son dernier chapitre, cet ouvrage s'attache enfin à éclairer quelques-unes des problématiques majeures que rencontrent les marchés financiers dans leur développement : et si l'âge d'or des marchés était

© Éditions d'Organisation

derrière nous ? Et si une nouvelle économie, vraiment, était en train de naître, en contournant, en subvertissant, en ruinant l'économie des marchés financiers ?

L'ensemble est éclairé par cette conviction : à la différence du marché commercial, le marché financier est affaire de culture. Il procède de conventions sociales élaborées. Et il est un choix de société. Ceux qui disent constater, pour la déplorer ou s'en réjouir, la généralisation du modèle des marchés financiers doivent constater la généralisation du régime des contrats et de la loi, de la liberté individuelle, et du consensus sur le système de prix. Ceux qui connaissent les évolutions à venir du droit des contrats, de la norme comptable, de l'autorité de la loi, du consensus social et de la sécurité des propriétés dans les sociétés occidentales ont tous les moyens de prévoir l'avenir des marchés financiers. Plus que les financiers eux-mêmes, ils détiennent les clés de la planète financière.

Note méthodologique

La rapidité des changements qui sont intervenus et qui interviennent dans le domaine des marchés financiers pose un redoutable problème à qui prétend les décrire, les expliquer, plus encore prévoir leur évolution proche.

Ce qui était déjà vrai avant les attaques terroristes contre les États-Unis le 11 septembre 2001 l'est davantage encore, depuis. La lutte contre l'argent des réseaux terroristes, la guerre conduite au nom de valeurs occidentales dans différents pays du monde mettent à mal les évidences heureuses des années 1990 et les modèles présentés alors comme inévitables. Si les marchés financiers ont bien changé le monde des deux dernières décennies du 20^{e} siècle, c'est, à l'inverse, le monde qui change les marchés financiers en ce début de 21^{e} siècle — savoir dans quel sens est une autre question.

Dans un ensemble bien connu des historiens, plus souvent nié par les économistes adeptes des modèles, il semble en effet que les acteurs qui étaient pertinents ne le sont plus. Un ouvrage de la Documentation française consacré aux marchés financiers commençait par une longue présentation, compétente et détaillée, de la direction du Trésor : qui pourrait faire de même aujourd'hui sans risquer l'ironie du lecteur ?

© Éditions d'Organisation

Il semble que les règles qui s'appliquaient, qui parfois sont encore dans les textes et dans la loi, ne sont plus effectives. Qu'en est-il, par exemple, du fameux délit d'initié, par rapport aux milliers de professionnels que l'exercice quotidien de leur profession place en contact avec des informations privilégiées et que le droit du travail protège contre toute surveillance détaillée de leurs communications avec l'extérieur ? Il semble que certaines tendances soient arrivées à leur paroxysme. La destruction du World Trade Center, le 11 septembre 2001, a touché 80 % de l'ingénierie financière mondiale. Le territoire d'observation et de jeu paraît n'être plus le même. En effet, en quoi était-il justifié, voici vingt ans, de s'intéresser au modèle des Bourses d'Europe du Nord et à leur alliance autour de Stockholm ? Il semble, enfin, que les éléments d'appréciation et les logiques de comparaison et d'évaluation se soient modifiés. Comment aurait-on pu imaginer, ne serait-ce qu'il y a cinq ans, que toutes les Bourses européennes vivraient dans la perspective de leur prochaine cotation, attentives à leurs résultats, à leurs actionnaires potentiels et à leur organisation de groupes prestataires de services financiers ?

L'auteur de cet ouvrage estime avoir tiré de l'expérience la plus récente et la plus directe du changement les éléments d'un éclairage pertinent sur le proche avenir. Il s'en est tenu aux faits attestés par les données économiques et financières, qui, dans ce domaine, parlent plus fort que toutes les théories. Il a délibérément préféré le risque de surpondérer les facteurs de changement, à celui de s'en tenir aux acquis, aux certitudes, aux sentiers battus. Il a surtout accepté ce parti pris d'intérêt à l'égard d'une évolution des marchés qui, sous bien des aspects, aura ressemblé à la révolution des années 1990, dont elle a la dimension historique, l'imprévu, la passion, les enjeux et les aventures. Elle en a aussi les drames, les succès achevés et, plus que tout, les surprises.

© Éditions d'Organisation